

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-19

宏观策略

2025 年 06 月 19 日

宏观深度报告 20250618: 如何高频跟踪出口形势变化——兼论后续出口走势展望

全年出口将呈现前高后低的趋势，需警惕高基数下四季度出口转负的风险

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20250617: 安克转债: 消费电子出海龙头

我们预计安克转债上市首日价格在 127.29~141.30 元之间，我们预计中签率为 0.0036%。

固收点评 20250617: 电化转债: 动力电池锰系材料主供商

我们预计电化转债上市首日价格在 131.46~145.94 元之间，我们预计中签率为 0.0022%。综合可比标的以及实证结果，考虑到电化转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 35% 左右，对应的上市价格在 131.46~145.94 元之间。我们预计网上中签率为 0.0022%，建议积极申购。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

行业

非银金融行业点评报告: 金融开放与资本市场改革迈出新一步

行业排序及重点公司推荐: 非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐新华保险、中国财险、中国人保、中国平安、中信证券、同花顺、九方智投控股等。风险提示：宏观经济不及预期；政策趋紧抑制行业创新；市场竞争加剧。

国防军工行业深度报告: CJ-1000A 突破国际技术封锁，助力 C919 实现航空中国心

投资建议: 国产商用航空发动机 CJ-1000A 作为 C919 的核心动力替代方案，正处于适航取证冲刺阶段与量产前夜，其投资逻辑围绕技术突破、国产替代和产业链协同三大主线展开。投资策略建议: 1) 聚焦核心环节: 优先布局高温合金、钛合金等卡脖子材料及总装集成，技术壁垒高且直接受益国产化率提升; 2) 把握时间窗口: 适航取证前后为关键节点，需关注政策催化与产能爬坡信号; 3) 对冲地缘风险: 配置军民融合标的或国际业务多元企业，降低技术封锁冲击; 4) 长期持有高成长细分龙头: 如 3D 打印、复材等前沿技术领域。建议关注: 航发科技; 航亚科技; 航宇科技; 航发动力; 西部超导; 钢研高纳; 应流股份; 航发控制; 铂力特。风险提示: 1) 研发进度不达预期; 2) 技术迭代风险; 3) 市场需求波动; 4) 适航认证风险; 5) 出口管制风险。

计算机行业点评报告：消费级 3D 打印迎来奇点时刻，关注产业投资机会
 投资建议：文创、潮玩产业快速发展，消费级 3D 打印机需求旺盛，用户可以用 3D 打印机打印 DIY 潮鞋配饰、潮流玩具、实现原创设计想法。同时，拓竹科技等行业龙头公司引领技术变革、构建应用生态，消费级 3D 打印机效果更高，使用门槛更低。在需求增加、供给加大背景下，消费级 3D 打印机有望成为下一个 2C 爆款产品，产业有望迎来快速增长。
 相关标的：金橙子（振镜和激光控制器），海正生材（耗材）、汇纳科技（实控人变更，金石三维拟注入 3D 打印资产）等。风险提示：生态建设不及预期；技术研发不及预期；行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

会稽山（601579）：锐意进取，重塑成长曲线

预计 2025-2027 年归母净利润为 2.3/2.8/3.3 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 44/36X/31X，首次覆盖，给予“增持”评级。

宏观策略

宏观深度报告 20250618: 如何高频跟踪出口形势变化——兼论后续出口走势展望

特朗普上任以来我国出口的两点变化：在特朗普政上任以来，我国出口发生了两方面变化，一是出口结构进一步调整，二是出口占全球份额再度回升。其一，从出口结构来看，我国对美出口占比进一步回落，对东盟、非洲等地区出口占比明显提升，而对欧盟出口占比也在连续两年回落后有所反弹。特别是在4月对等关税落地后，我国4-5月份对美累计出口占比仅有9.8%，对欧盟和东盟累计出口占比分别达到了15.2%和18.8%。一方面反映出美国对等关税落地后我国转口贸易需求的提升，另一方面也反映出在欧美贸易摩擦升级后，我国与欧盟贸易关系明显改善。其二，在特朗普政府上任以来，我国出口占全球的份额再度回升。截至2024年底，我国出口占全球的份额约为15.0%，而在今年一季度，我国出口占全球的份额提升到了约15.4%。本轮美国对等关税的实施是对全球供应链体系的重塑，我国拥有全球最完备的制造业生产体系，在全球供应链中有较高的不可替代性，稳定的供应链使得我国可以有效缓解其他国家受到关税冲击的影响。此外，在美国关税政策的影响下，我国与“一带一路”、RCEP国家以及欧盟等国家和地区的合作有望持续加深，推动我国更高水平对外开放，占全球贸易份额有望进一步提升。

如何高频跟踪我国出口的变化

在出口总量方面：其一，交通运输部周度发布的监测港口累计完成货物吞吐量可以比较有效的反映我国出口总量的高频变化，虽然该数据并不区分进口和出口，但从历史走势来看，其与我国出口走势的相关性较高。其二，韩国作为全球范围内最为典型的出口导向型经济体，其出口增速与全球需求有较高的一致性，且会实时发布每月前10日和前20日的出口增速数据，也可以作为跟踪我国出口增速的重要高频指标之一。此外，从韩国进口结构来看，其在电子设备、机械设备、化学产品和运输设备等行业进口比重较高，与我国出口结构较为相似，因此跟踪韩国从我国进口情况（旬度更新）也可以反映我国出口需求的高频变化。

在对美直接出口方面：我们可以通过彭博编制的由中国发往美国的集装箱船数日度数据来进行跟踪，该数据采用15天滚动均值的计算方式估测了中国发往美国集装箱船数的日度变化。由于该指标为统计调查数据，并不能涵盖全部船只，因为其对于中国对美实际出口量的预判或有一定偏差，但其覆盖样本的变化趋势与我国对美出口的变化趋势较为一致。

在转口需求方面：我们可以通过观测东盟国家港口出入境船运数量的同比变化来进行跟踪。在我们此前的报告《转口贸易能否支撑二季度出口增长》中，我们发现在上轮摩擦以来，转口贸易成为了我国规避关税的一条重要渠道，特别是自2020年以来美国取消中国香港的特殊地位待遇后，我国对东盟和拉美地区的转口贸易明显提升。因此通过跟踪东盟港口出入境船运数量的高频变化也能一定程度上反映我国转口贸易需求的增长。

在价的方面，我们主要通过出口集装箱运价指数来对出口走势进行高频跟踪。从历史趋势来看，出口集装箱运价指数的变化在走势上我国出口变动的方向具有较高的一致性，且在重要事件发生的时点运价指数能及时的反应海运需求方面的变化。但与量的指标不同的是，运价指数除了反应海运需求方面的变化，也受到船运运力方面的影响，全球船运总运力以及不同航线间运力的分配也会影响海运价格指数的走势。此外，诸如2020年新冠肺炎疫情以及2024年红海供应链危机等极端事

件会使海运价格指数产生剧烈波动，使得对出口变化的短期指导意义有所减弱。如何看待后续出口走势 短期来看：高频数据下6月出口或仍不弱。从我国出口总量来看，6月上旬我国重点港口货物吞吐量环比小幅回落，同比增速较上月也有所收窄，指向日内瓦协定落地后我国出口修复的动能有所减弱，从其背后的原因来看，虽然日内瓦协定落地后我国出现了明显的“抢出口”现象，但由于3月份以来我国进行过的一轮“抢出口”和“抢转口”已经前置了一部分需求，因此达成共识之后的“抢出口”动能偏弱。但韩国6月前10日的出口增速录得5.4%，从我国进口增速录得14.1%，均较5月份出现明显改善，一定程度上指向全球需求或有所回暖，结合以上两点来看，我国6月份出口或延续小幅放缓的态势，但整体并不弱，预计仍会录得同比正增长。中期来看：欧美贸易摩擦加剧下半年对欧出口可能持续改善。今年以来，在特朗普对等关税政策的影响下，中欧贸易关系明显缓和。中欧贸易关系的缓和以及欧美贸易关系的紧张使得欧盟将部分进口需求从美国转移至我国。从对欧盟出口数据来看，对等关税落地后，我国对欧盟出口增速明显提升，我国4月和5月对欧盟出口增速分别录得8.3%和12.0%，均高于当月我国整体出口增速，而前5个月对欧盟出口份额也提升到了14.7%，较去年全年回升0.3个百分点，其中5月单月对欧盟出口份额录得了15.7%。若后续特朗普政府仍未能与欧盟就关税问题达成共识，则下半年我国对欧盟出口有望继续改善，在欧盟方面形成对美进口替代。从欧盟2024年对美进口结构来看，欧盟从美进口矿物制品、机械设备、药品和光学仪器等产品比重较高，我国在这些产品方面对欧盟出口有望出现改善。不确定性：90天豁免期结束及针对关税政策裁定结果。往后看，7月份有两个美国关税政策变化的重要节点。其一是此前特朗普政府针对主要贸易伙伴加征对等关税的90天豁免期将在7月9日结束。而美国财政部长贝森特在6月11日表示，美国政府正与18个“重要的贸易伙伴”努力达成协议，并可能对豁免期进行延长。一方面，此举反映出美国当前有较大概率延续此前的对等关税框架，年内取消对等关税的可能性较低，下半年全球出口需求或仍将受到对等关税的影响；另一方面，若豁免期最终得到延长，则在目前我国仍被加征高于其他经济体关税的情况下，下半年我国仍可以通过转口满足部分对美出口需求；其二是美国国际贸易法案对美国政府对等关税的禁止令被暂缓，美国联邦巡回上诉法院将于7月31日举行听证会进行进一步的裁定，这意味着对等关税在7月31日前不会受到司法方面的障碍。而届时即使法院最终禁止特朗普援引IEEPA征收对等关税，特朗普也可以通过启用正在推动的122条款和338条款对其他国家加征关税，以达到与对等关税相同的效果。乐观情形下全年出口增速或录得3.4%左右 我们认为基准情形下，下半年我国出口仍将受到美国关税政策的制约，且在上半年“抢出口”和“抢转口”两个因素的影响下，下半年出口需求或将有所走弱，全年出口将呈现前高后低的趋势，需警惕高基数下四季度出口转负的风险，全年出口增速预计将录得2.1%左右。而乐观情形下，如果针对我国加征的芬太尼关税被取消，且针对对等关税的豁免持续到年底，则预计全年出口增速将录得3.4%左右。风险提示：（1）美国关税政策仍具有较高不确定性，需进一步跟踪中美贸易谈判的进程；（2）高频数据对于出口形势的判断仍需结合PMI新订单指数等在内先行指标的变化，单独基于高频数据的预测可能存在误差；（3）近期地缘政治冲突事件有所增多，需警惕全球贸易不确定性对我国出口的负面影响。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌）

固收金工

固收点评 20250617：安克转债：消费电子出海龙头

事件 安克转债（123257.SZ）于 2025 年 6 月 16 日开始网上申购：总发行规模为 11.05 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于便携及户用储能产品研发及产业化项目、新一代智能硬件产品研发及产业化项目、仓储智能化升级项目及全链路数字化运营中心项目。当前债底估值为 99.26 元，YTM 为 2.01%。安克转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA+/AA+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.6%、1.5%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 108.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA+ 中债企业债到期收益率 2.14%（2025-06-13）计算，纯债价值为 99.26 元，纯债对应的 YTM 为 2.01%，债底保护较好。当前转换平价为 99.41 元，平价溢价率为 0.59%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 12 月 22 日至 2031 年 06 月 15 日。初始转股价 111.94 元/股，正股安克创新 6 月 13 日的收盘价为 111.28 元，对应的转换平价为 99.41 元，平价溢价率为 0.59%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 1.82%。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 111.94 元计算，转债发行 11.05 亿元对总股本稀释率为 1.82%，对流通盘的稀释率为 3.20%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计安克转债上市首日价格在 127.29~141.30 元之间，我们预计中签率为 0.0036%。综合可比标的以及实证结果，考虑到安克转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 35% 左右，对应的上市价格在 127.29~141.30 元之间。我们预计网上中签率为 0.0036%，建议积极申购。安克创新是一家专注于智能移动周边、智能生活周边及计算机周边产品研发和销售的全球化消费电子企业，旗下拥有 Anker、eufy、soundcore 等知名品牌。公司凭借强大的产品创新能力和技术整合能力，在亚马逊等境外电商平台占据领先地位。公司还积极布局智能创新和智能影音领域，如扫地机器人、安防摄像头、激光投影仪等产品表现亮眼。此外，安克创新通过轻资产运营模式、全球供应链布局和多渠道销售策略，实现了高效的市场渗透和品牌建设，展现出强劲的成长性和盈利能力。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2024 年复合增速为 27.36%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动。2024 年，公司实现营业收入 247.10 亿元，同比增加 22.85%。安克创新营业收入主要来源于充电类业务，产品结构年际变化。2022 年以来，安克创新充电类业务收入逐年增长，2022-2024 年项目业务收入占主营业务收入比重分别为 48.25%、49.14% 和 51.26%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，充电类、无线电音频业务占比上升并趋于稳定。安克创新销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率先增后减，管理费用率上升。2019-2024 年，公司销售净利率分别为 10.85%、9.57%、8.15%、8.31%、9.68% 和 8.95%，销售毛利率分别为 49.91%、43.85%、35.72%、38.73%、43.54% 和 43.67%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20250617：电化转债：动力电池锰系材料主供商

事件 电化转债(127109.SZ)于2025年6月16日开始网上申购:总发行规模为4.87亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于年产3万吨尖晶石型锰酸锂电池材料项目。当前债底估值为99.57元,YTM为2.35%。电化转债存续期为6年,中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为AA/AA,票面面值为100元,票面利率第一年至第六年分别为:0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、1.80%、2.00%,公司到期赎回价格为票面面值的110.00%(含最后一期利息),以6年AA中债企业债到期收益率2.42%(2025-06-13)计算,纯债价值为99.57元,纯债对应的YTM为2.35%,债底保护较好。当前转换平价为102.6元,平价溢价率为-2.60%。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止,即2025年12月22日至2031年06月15日。初始转股价10.1元/股,正股湘潭电化6月13日的收盘价为10.37元,对应的转换平价为102.67元,平价溢价率为-2.60%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为7.11%。下修条款为“15/30,80%”,有条件赎回条款为“15/30、130%”,有条件回售条款为“30、70%”,条款中规中矩。按初始转股价10.1元计算,转债发行4.87亿元对总股本稀释率为7.11%,对流通盘的稀释率为7.11%,对股本摊薄压力较小。

观点 我们预计电化转债上市首日价格在131.46~145.94元之间,我们预计中签率为0.0022%。综合可比标的以及实证结果,考虑到电化转债的债底保护性较好,评级和规模吸引力较好,我们预计上市首日转股溢价率在35%左右,对应的上市价格在131.46~145.94元之间。我们预计网上中签率为0.0022%,建议积极申购。湘潭电化主营业务为生产销售电解二氧化锰和新能源电池材料、城市污水集中处理、工业贸易等。其中电解二氧化锰年产12.2万吨。产品分为碳锌电池级、无汞碱锰电池级、一次锂锰电池级、锰酸锂电池级和高性能电池级五大类,是国内生产历史悠久、产品类型齐全、产品质量稳定、生产技术先进的电解二氧化锰专业生产厂商。2019年以来公司营收稳步增长,2019-2024年复合增速为15.63%。自2019年以来,公司营业收入总体呈现稳步增长态势,同比增长率“V型”波动。2024年,公司实现营业收入19.12亿元,同比增加3.01%。与此同时,归母净利润呈现下降趋势,2019-2024年复合增速为50.88%。2024年实现归母净利润3.15亿元,同比减少10.60%。湘潭电化的主要业务为电池材料业务和污水处理业务。公司主营业务突出,2022-2024年主营业务收入占总营业收入的比例分别为91.81%、98.38%和98.41%。湘潭电化销售净利率和毛利率不断波动,销售费用率维持低位,财务费用率缓慢下滑,管理费用率近年来有所增长。2019-2024年,公司销售净利率分别为5.81%、1.99%、13.60%、19.21%、15.73%和15.95%,销售毛利率分别为24.93%、20.39%、19.69%、26.48%、21.56%和27.49%。

风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险,上市时点不确定所带来的机会成本,违约风险,转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师:李勇 证券分析师:陈伯铭)

行业

非银金融行业点评报告:金融开放与资本市场改革迈出新一步

投资要点 【事件】6月18日陆家嘴金融论坛开幕,央行、金监总局与证监会宣布多项金融举措,聚焦金融开放与资本市场改革方向。推动人民币国际化进程加速。1)央行发布8项举措,其中包括设立数字人民币国际运营中心、会同证监会研究推进人民币外汇期货交易等,推动完善外汇市场产品序列,便利金融机构和外贸企业更好管理

汇率风险。2) 我们认为,在人民币国际化大背景下,离岸人民币结算催生汇率风险管理需求,人民币外汇期货交易有望扩大市场成交规模,带动期货公司场内及场外业务收入增长,尤其利好境外业务规模较大的机构。金监总局坚定推动金融高水平开放。1) 推进金融资产投资公司股权投资、科技企业并购贷款等试点,不断探索科技金融发展新路径。2) 大力复制推广自贸区、自贸港扩大制度型开放的经验做法,支持外资机构参与更多金融业务试点。3) 持续优化外资营商环境,根据外资机构业务特点和风险特征,及时优化相关政策。4) 继续推动国际金融监管改革,加强多边和双边金融监管协调。推出进一步深化科创板改革的“1+6”政策措施,构建更有利于全面创新的资本市场生态。“1”在设立“科创成长层”,重启未盈利企业适用于第五套上市标准(技术突破强、研发投入大、前景广阔的科创企业);“6”包括试点引入专业机构投资者、优化 IPO 预审机制等、扩大第五套标准适应范围、在审未盈利科技企业可面向老股东增资扩股、完善科创板再融资制度、增加科创板投资产品和风险管理工具。创业板还将启用第三套上市标准,支持优质未盈利创新企业上市。我们认为科创板及创业板上市制度的放宽及优化,将有助于强化资本市场服务新质生产力的能力,券商作为核心中介也能分享来自于多个领域的增量机会。进一步落实“并购六条”,着力发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用。证监会将抓好“并购六条”和重大资产重组管理办法落地,推动股份对价分期支付机制、重组简易审核程序等新举措落实,进一步打通并购市场堵点,加强政策引导,提高重组审核时效,营造良好的并购生态。同时将推动更多收购优质未盈利资产、上市公司之间吸收合并等典型案例落地,形成示范效应,为转型升级提供有力支持。2024 年沪市重大资产重组同比增长 50%,70%标的聚焦半导体、新能源等新兴产业。深市新增披露重组 75 单;产业整合型重组占比达八成,实施完成重组 22 单,交易金额 446 亿元。更大力度培育壮大耐心资本、长期资本。1) 聚焦私募基金“募投管退”各环节卡点堵点,精准发力、畅通循环。积极推动社保基金、保险资金、产业资本参与私募股权投资,拓宽资金来源。2) 支持编制更多科技创新指数、开发更多科创主题公募基金产品,引导更多中长期资金参与科技企业投资。4) 我们认为,保险资金作为典型的长期资本、耐心资本,可以为私募股权投资提供稳定长期的资金支持,同时也有利好险企分享优质科创企业成长红利,缓解低利率下的利差损压力。行业排序及重点公司推荐:非银金融目前平均估值仍然较低,具有安全边际,攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升,负债端预计持续改善,长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好,券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融,重点推荐新华保险、中国财险、中国人保、中国平安、中信证券、同花顺、九方智投控股等。风险提示:宏观经济不及预期;政策趋紧抑制行业创新;市场竞争加剧。

(证券分析师:孙婷 证券分析师:何婷 证券分析师:曹锟)

国防军工行业深度报告: CJ-1000A 突破国际技术封锁,助力 C919 实现航空中国心

投资要点 从技术备份到核心动力自主可控,美国技术封锁倒逼中国航空工业体系正迈向更高层次的自立自强:作为中国航空工业自主创新的重要成果,CJ-1000A 是我国首款完全自主研发的大涵道比商用涡扇发动机,其设计初衷是为国产 C919 窄体客机提供核心动力支持。

目前 C919 仍依赖进口的 LEAP-1C 发动机作为唯一动力来源，但 CJ-1000A 已在推重比、高温合金材料应用和高效冷却技术等核心指标上实现反超，展现出显著的技术后发优势。然而，该发动机面临国际适航认证体系壁垒和关键零部件供应链本土化不足的双重挑战，短期内难以完全替代进口型号。在中美技术博弈背景下，美国对 C919 发动机断供的潜在风险，反而成为推动长江 1000A 加速产业化的重要契机。这一突破不仅意味着中国航空装备从“技术备选”迈向“核心主力”的战略转型，更标志着我国首次构建起覆盖设计、材料、制造的完整航空发动机自主产业链，为 C919 客机装上了真正意义上的中国心脏。未来 20 年中国商发市场规模平均每年超千亿：未来 20 年，全球商用涡扇发动机需求强劲。中国航发预测同期交付量超 8.7 万台，价值约 1.5 万亿美元。2023 年底全球在役发动机 5.6 万台，中国占 16%。预计 2043 年中国机队规模将达 2.1 万台，占比超 20%。窄体客机发动机在中国市场占比 76%，需求约 1.6 万台，市场价值超 3000 亿美元。国产发动机 CJ-1000A，作为 C919 核心动力，市场需求与大飞机产能紧密相关。未来 20 年中国预计新增 9000 架客机，发动机市场规模达 2.4 万亿元。CJ-1000A 完成进口替代后，有望占据国内窄体市场 50% 以上份额。若 C919 年产 200 架，2029 年 CJ-1000A 年需求约 200 台，并将国产化率逐步提升至 100%。国际供应链受限可能加速其替代进程，2030 年后有望主导国产窄体客机动力配置。

投资建议：国产商用航空发动机 CJ-1000A 作为 C919 的核心动力替代方案，正处于适航取证冲刺阶段与量产前夜，其投资逻辑围绕技术突破、国产替代和产业链协同三大主线展开。投资策略建议：1) 聚焦核心环节：优先布局高温合金、钛合金等卡脖子材料及总装集成，技术壁垒高且直接受益国产化率提升；2) 把握时间窗口：适航取证前后为关键节点，需关注政策催化与产能爬坡信号；3) 对冲地缘风险：配置军民融合标的或国际业务多元企业，降低技术封锁冲击；4) 长期持有高成长细分龙头：如 3D 打印、复材等前沿技术领域。建议关注：航发科技；航亚科技；航宇科技；航发动力；西部超导；钢研高纳；应流股份；航发控制；铂力特。

风险提示：1) 研发进度不达预期；2) 技术迭代风险；3) 市场需求波动；4) 适航认证风险；5) 出口管制风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰)

计算机行业点评报告：消费级 3D 打印迎来奇点时刻，关注产业投资机会

投资要点 消费级 3D 打印机主要指的是适合家庭或小型工作室使用的 3D 打印设备。消费级打印机需求快速增加。2025 年 5 月份，国家统计局数据显示 3D 打印设备产量同比增长 40.0%。2025 年 4 月，根据 CONTEXT 数据，2024 年入门级市场（主要为消费级 3D 打印机）是唯一实现增长的领域，出货量增长了 26%，主要得益于拓竹和创想三维等品牌的强劲表现。2024 年，我国 3D 打印机出口 377.8 万台（不含零部件），总金额达到 81.6 亿元。中国厂商已经成为全球消费级 3D 打印机核心供应商。根据 CONTEXT 数据，2024 年全球入门级 3D 打印机的 96% 来自中国供应商。行业龙头拓竹科技业绩持续高增。2023 年营收 27 亿元，净利润 7 亿元，净利润率约 30%；2024 年预计营收 55 亿-60 亿元，净利润近 20 亿元。文创产业快速发展，消费级 3D 打印机需求旺盛。和无人机等同样是尖端科技衍化而来的潮流玩具相比，3D 打印所能提供的情绪价值是能通过创造新东西，给生活带来独一无二的新鲜感，这也是玩家们能玩起来的最深层次诉求。用户可以用 3D 打印机打印 DIY 潮鞋配饰、潮流玩具、实现原创

设计想法。消费级 3D 打印机产品力提升，用户门槛降低。2025 年，行业龙头拓竹发布第二代产品 H2D。新款打印机的速度可突破 1000mm/s。建模和操作难度较高是阻碍普通消费者使用 3D 打印机的主要阻碍。拓竹科技旗下的 MakerWorld 是一个 3D 打印模型平台，支持用户发现、分享和打印 3D 模型，同时依托 MakerLab 工具降低了建模门槛。2024 年 10 月，拓竹发布了其全新的 AI 驱动 3D 模型生成器 PrintMon Maker。该工具可通过 MakerWorld 平台获取，允许用户使用文本或图像提示创建可 3D 打印的字符。投资建议：文创、潮玩产业快速发展，消费级 3D 打印机需求旺盛，用户可以用 3D 打印机打印 DIY 潮鞋配饰、潮流玩具、实现原创设计想法。同时，拓竹科技等行业龙头公司引领技术变革、构建应用生态，消费级 3D 打印机效果更高，使用门槛更低。在需求增加、供给加大背景下，消费级 3D 打印机有望成为下一个 2C 爆款产品，产业有望迎来快速增长。相关标的：金橙子（振镜和激光控制器），海正生材（耗材），汇纳科技（实控人变更，金石三维拟注入 3D 打印资产）等。风险提示：生态建设不及预期；技术研发不及预期；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰）

推荐个股及其他点评

会稽山（601579）：锐意进取，重塑成长曲线

投资要点 黄酒迎品类价值回归机遇，年轻化亦加速突围。黄酒发展历程源远流长、底蕴深厚，但区域性较强、消费群体相对狭窄，市场规模逐年下滑，2016-2023 年规模以上黄酒企业数量从 112 家减至 81 家，收入/利润 CAGR 分别为-11.3%/2.5%，而中小黄酒企业逐步出清带来行业集中度稳步提升，2016 至 2023 年 CR3 从 18%升至 44%。随着政务消费场景的进一步收缩，商务消费的疲弱延续，以及由此带来的白酒渠道价值链重新洗牌，黄酒的错位发展机会更好。此外，健康、低度、养生属性持续推动黄酒消费群体破圈（会稽山气泡黄酒年轻购买人群占比超 40%），因其介于轻松与浓烈之间特性，形成“雅俗共赏”定位，可满足从社交场景到个人追求多样化需求，从传统宴席、商务接待，到夜间经济、个人小酌，场景边界不断拓宽。在年轻化方面，黄酒以低度取得相对更好的便利优势，随着“饮酒平权”概念的兴起，黄酒迎来品类价值回归机遇。会稽山历史底蕴深厚，营收稳步上台阶。2019~2024 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别 6.86%/3.34%，尤其 2023Q2 以来成长领跑行业，2024 年营收/归母净利同比+15.6%/17.74%，营收提速，产品破圈，我们认为，公司近年来增长动因可以归纳为战略聚焦（高端化+年轻化）、渠道突破、组织适配（事业部制+团队扩充）等共同作用结果。公司以高端化打开价格空间，以文化+潮流双线传播重塑品类价值，重构黄酒价值链，并通过渠道深耕与组织活力保障落地效率，短期看，依托强势区域精耕、双寡头同步提价，重点产品多点式发力，公司将保持增长惯性。锐意进取，树立成长新势能。22 年末公司控股股东变更为中建信浙江公司，2023 年初公司董事长和总经理同步焕新，中建信方朝阳正式担任会稽山董事长、杨刚为总经理，新管理团队上任后更加坚定推动实施高端化和年轻化战略，并优化营销组织架构（成立独立兰亭高端黄酒运营事业部），连续两年实现营收与净利润 15%+稳健增长。1）产品矩阵：高端主打“兰亭”系列，纯正五年、1743 为核心腰部产品，并推出气泡黄酒“一日一熏”，适配年轻群体，2025 年 618 抖音销售额破千万，成功开辟“低度潮饮”新赛道，24 年中高档酒营收同比+31%，毛利率

达 61.6% (同比+6.8pct), 高端化成效逐显。2) 渠道深耕: 核心市场强化终端氛围、培育市场加大铺货, 并持续开发餐饮终端绑定佐餐消费习惯, 通过抖音直播、旗舰店升级抢占年轻用户心智, 24 年公司线上销售收入同增 90%; 3) 组织架构: “会稽山”与“兰亭”分设事业部, 资源聚焦高端产品与大众市场, 并在浙江部分区域开展联盟体模式, 保证价格稳定性、增益核心终端利益, 充分调动渠道积极性, 24 年兰亭事业部收入同增 108%, 客户数量翻倍突破 100 家。此外, 公司持续推动销售团队扩容, 24 年销售团队突破 600 人, 推行“业绩挂钩收入”机制, 激发能动性。机制领先, 仍有空间。公司作为三家上市黄酒企业唯一民营企业, 拥有一定的体制优势, 机制也更加灵活。公司 2024 年初完成 900 万股的回购, 拟用于股权激励或员工持股, 我们认为公司后续激励有望推出。盈利预测与投资评级: 预计 2025-2027 年归母净利润为 2.3/2.8/3.3 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 为 44/36X/31X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。风险提示: 经济不及预期、提价传导不顺利、竞争加剧、食品安全风险。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 郭晓东 研究助理: 于思淼)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>